

현대제철 (004020)

철강



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	32,000원 (M)
현재주가 (6/2)	22,100원
상승여력	45%

시가총액	29,492억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	203억원
60일 평균 거래량	1,056,971주
52주 고	42,750원
52주 저	13,150원
외인지분율	18.29%
주요주주	기아자동차 외 9인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.3	(7.1)	(45.8)
상대	(4.5)	(10.9)	(47.0)
절대(달러환산)	1.7	(9.5)	(47.3)

원재료 가격 약세가 유리하다

'Cost Push' 보다는 원재료 가격 하향 안정화가 유리

철강 제조업체에게 원재료 가격 상승이 반가울 때가 있다. 그것은 원재료 가격 상승 분 이상을 제품가격 인상으로 전가시켜 실적 개선을 꾀할 수 있는 환경이 조성되었을 때다. 하지만 소위 말하는 'Cost Push'가 반영되기 어려운 시기도 있다. 지금이 그러하다. 특히 동사의 주력 제품인 자동차강판은 제품가격 변동성이 타 제품대비 상당히 낮게 나타나고 있다. 5월 이후 중국 수입 철광석 가격이 상승하며 5/29일 기준 톤당 100달러를 상회했지만 자동차강판 인상 가능성은 낮아 보인다. 그나마 원료탄 가격이 하락하며 원가 부담을 완화시킨 것이 다행이라 할 수 있다.

전방산업, 그리고 그룹 내 완성차의 상황을 감안한다면 원가 상승을 차강판 가격 인상으로 이어가기에는 어려움이 있다는 판단이다. 물론 원재료 가격 하락 역시 제품가격 하락의 빌미가 될 수 있어 마냥 긍정적이라 할 수는 없지만 현 시점에서 실적 개선을 위해서는 원재료 가격 하락이 필요하다. 산업자료에서 밝히고 있지만 당사는 철광석 가격이 상반기 대비 하반기에 약세를 띠 것으로 전망하고 있다.

봉형강의 실적 호조를 이어 받을 다음 타자가 필요

국내 철강 제조업체가 생산하는 철강 제품군을 크게 판재류와 봉형강류로 구분한다면 상반기는 봉형강류의 승이라고 할 수 있다. 특히 철근의 수익성은 1Q에 이어 2Q에 더 좋아질 것으로 예상된다. 수출 대비 내수 수요 비중이 압도적으로 높은 철근 역시 COVID-19 영향을 피할 수는 없었으나 국내 상황이 타 국가 대비 비교적 빠르게 안정화 되었고 계절적 성수기까지 어우러지며 수익성 측면에서 호조세를 보이고 있다. 동사는 생산 및 판매량 기준으로 국내 최대 철근 제조업체이다. 1Q 대비 2Q 별도 영업이익 악화 규모가 타사 대비 상대적으로 양호할 것으로 예상되는 이유는 봉형강류 때문이다.

그러나 봉형강류의 실적 개선 흐름도 3Q부터는 계절적 요인에 따라 다소 쉬어갈 가능성이 높다. 하반기부터 GBC 착공이 예정되어 있어 동사의 수혜가 예상되나 전체적인 철근 수요는 전년 대비 감소할 것으로 예상된다. 단조 사업부문 물적 분할에 이어 당진 전기로 열연공장 가동 중단이 논의되는 등 수익성 개선의 움직임이 포착되고 있다. 저수익성 사업부문들의 실적 개선 활동이 봉형강류의 실적 호조를 이어 받아야 하는 시점이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	44,065	-20.9	-5.6	46,124	-4.5
영업이익	-569	적전	적지	-144	-295.7
세전계속사업이익	-1,136	적전	적지	-964	-17.9
지배순이익	-839	적전	적지	-467	-79.7
영업이익률 (%)	-1.3	적전	적지	-0.3	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	-1.9	적전	적지	-1.0	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	207,804	205,126	183,218	194,043
영업이익	10,261	3,313	38	6,342
지배순이익	3,987	171	-2,188	2,848
PER	17.6	320.0	-13.5	10.4
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.8	9.0	9.5	7.5
ROE	2.4	0.1	-1.4	2.0

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
별도 매출액	3,914	16,189	17,359	3,881	16,149	17,171	-0.8%	-0.2%	-1.1%
영업이익	-56	-42	601	-48	-6	543	-12.7%	-84.7%	-9.7%
OPM	-1.4%	-0.3%	3.5%	-1.2%	0.0%	3.2%	0.2%p	0.2%p	-0.3%p
연결 매출액	4,460	18,446	19,739	4,407	18,322	19,404	-1.2%	-0.7%	-1.7%
영업이익	-58	-17	698	-57	4	634	-1.1%	-123.2%	-9.2%
OPM	-1.3%	-0.1%	3.5%	-1.3%	0.0%	3.3%	0.0%p	0.1%p	-0.3%p
지배순이익	-84	-232	343	-84	-219	285	0.4%	-5.7%	-16.9%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액	18,074	16,149	17,171	4,478	5,017	4,459	4,120	4,144	3,881	-6.4%	-22.7%	3,922	4,201
¹⁾ 봉형강류	5,331	4,862	5,298	1,328	1,500	1,241	1,262	1,159	1,225	5.7%	-18.3%	1,183	1,295
²⁾ 판재류	9,759	8,502	9,054	2,416	2,700	2,470	2,174	2,317	1,933	-16.6%	-28.4%	2,042	2,211
기타	2,984	2,784	2,819	734	817	748	684	668	723	8.2%	-11.5%	698	696
판매량	21,316	19,691	20,735	5,242	5,815	5,135	5,124	5,079	4,711	-7.3%	-19.0%	4,789	5,111
¹⁾ 봉형강류	7,128	6,636	7,076	1,719	1,950	1,630	1,829	1,617	1,669	3.2%	-14.4%	1,602	1,749
²⁾ 판재류	12,188	11,177	11,777	3,000	3,308	3,025	2,855	3,009	2,555	-15.1%	-22.8%	2,718	2,896
기타	2,000	1,877	1,882	523	557	480	440	453	487	7.6%	-12.5%	470	467
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	748	733	749	772	769	761	690	717	734	2.4%	-4.6%	738	741
변동폭	1	-15	16	-1	-3	-8	-71	27	17	-	-	4	2
³⁾ 원재료 투입가격(B)	392	323	319	409	418	402	338	337	319	-5.3%	-23.7%	319	319
변동폭	-30	-68	-4	-7	9	-17	-64	-1	-18	-	-	0	0
추정 스프레드(A-B)	356	409	430	363	351	360	352	380	415	9.3%	18.2%	419	422
변동폭	31	53	21	7	-12	8	-8	28	35	-	-	4	2
²⁾ 판재류 ASP(C)	801	761	769	805	816	816	761	770	757	-1.8%	-7.3%	751	763
변동폭	-21	-40	8	-33	11	0	-55	9	-14	-	-	-5	12
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	284	264	255	263	289	302	280	265	270	1.9%	-6.4%	266	257
변동폭	41	-19	-10	18	25	14	-22	-15	5	-	-	-5	-9
추정 스프레드(C-D)	517	496	514	542	527	514	481	505	486	-3.7%	-7.8%	486	507
변동폭	-62	-21	18	-51	-14	-13	-33	23	-19	-	-	-1	21
영업이익	278	-6	543	169	218	34	-143	-21	-48	적지	적전	-29	92
이익률	1.5%	0.0%	3.2%	3.8%	4.4%	0.8%	-3.5%	-0.5%	-1.2%	-0.7%p	-5.6%p	-0.7%	2.2%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H 형강+형강, 주 2) 열연+냉연+후판, 주 3) 국산 철스크랩 중량 A(1.1 톤), 주 4) 철광석(1.6 톤)+원료탄(0.75 톤) 가정

[표-3] 현대제철 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	
원/달러 환율	(평균)	1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,220	1,220	1,220	
철광석 구매		73	87	91	84	83	86	85	81	
(달러/톤, FOB)	분광 Index ¹⁾	63	70	87	98	79	84	86	86	
	당분기	77	93	92	79	84	87	85	80	
원료탄 구매	(복합)	166	163	141	117	125	112	103	103	
(달러/톤, FOB)	강점탄		208	206	170	141	151	120	110	110
		Index ¹⁾	211	208	178	143	147	120	110	110
	당분기	206	203	161	140	155	120	110	110	
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		241	262	250	222	226	222	213	207	
(달러/톤)	철광석 1.6톤	117	140	145	134	132	138	136	130	
	원료탄 0.75톤	124	122	105	88	93	84	77	77	
	전분기대비 증감	18	25	14	-22	-15	5	-5	-9	
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾		263	289	302	280	265	270	266	257	
(천원/톤)	철광석 1.6톤	121	147	168	165	158	163	167	163	
	원료탄 0.75톤	142	141	134	115	108	107	98	94	
	전분기대비 증감	4	-1	-7	-20	-7	0	-9	-4	
	철광석 1.6톤	121	147	168	165	158	163	167	163	
	원료탄 0.75톤	142	141	134	115	108	107	98	94	

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) 철광석 4Q의 경우 6~8월 평균, 강점탄 4Q의 경우 9~11월 평균

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

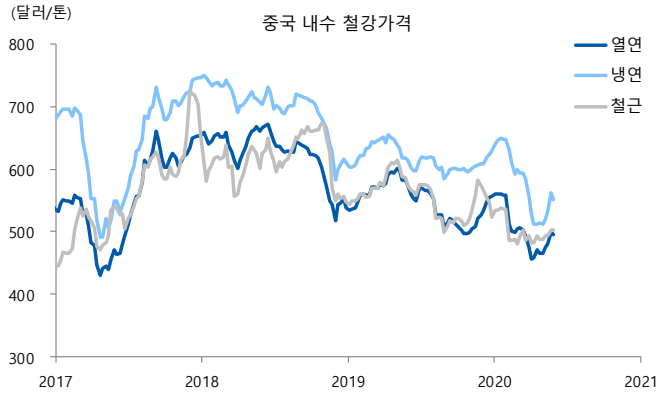
[표-4] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액	20,513	18,322	19,404	5,072	5,572	5,047	4,822	4,668	4,407	-5.6%	-20.9%	4,475	4,772
별도	18,074	16,149	17,171	4,478	5,017	4,459	4,120	4,144	3,881	-6.4%	-22.7%	3,922	4,201
국내 기타	1,183	1,093	1,162	296	302	293	293	283	257	-9.0%	-14.8%	266	287
해외	3,661	3,138	3,249	890	918	913	940	737	785	6.6%	-14.5%	800	816
(연결조정)	2,405	2,058	2,177	592	665	617	531	496	517	-	-	514	532
영업이익	331	4	634	212	233	34	-148	-30	-57	적지	적전	-18	109
이익률	1.6%	0.0%	3.3%	4.2%	4.2%	0.7%	-3.1%	-0.6%	-1.3%	-0.7%p	-5.5%p	-0.4%	2.3%
별도	278	-6	543	169	218	34	-143	-21	-48	적지	적전	-29	92
(OPM)	1.5%	0.0%	3.2%	3.8%	4.4%	0.8%	-3.5%	-0.5%	-1.2%	-0.7%p	-5.6%p	-0.7%	2.2%
국내 기타	39	29	34	5	13	8	14	4	8	111.3%	-35.6%	8	9
(OPM)	3.3%	2.7%	2.9%	1.5%	4.3%	2.6%	4.7%	1.4%	3.3%	1.9%p	-1.1%p	3.0%	3.1%
해외	-37	7	56	15	14	-16	-49	14	-19	적전	적전	2	11
(OPM)	-1.0%	0.2%	1.7%	1.6%	1.5%	-1.8%	-5.2%	1.8%	-2.5%	-4.3%p	-3.9%p	0.3%	1.3%
(연결조정)	-51	26	-1	-24	12	-9	-30	26	-3	-	-	0	3
세전이익	52	-291	380	156	132	-65	-172	-152	-114	적지	적전	-75	49
이익률	0.3%	-1.6%	2.0%	3.1%	2.4%	-1.3%	-3.6%	-3.3%	-2.6%	0.7%p	-4.9%p	-1.7%	1.0%
지배순이익	17	-219	285	114	46	-68	-75	-115	-84	적지	적전	-56	37
이익률	0.1%	-1.2%	1.5%	2.2%	0.8%	-1.3%	-1.5%	-2.5%	-1.9%	0.6%p	-2.7%p	-1.3%	0.8%

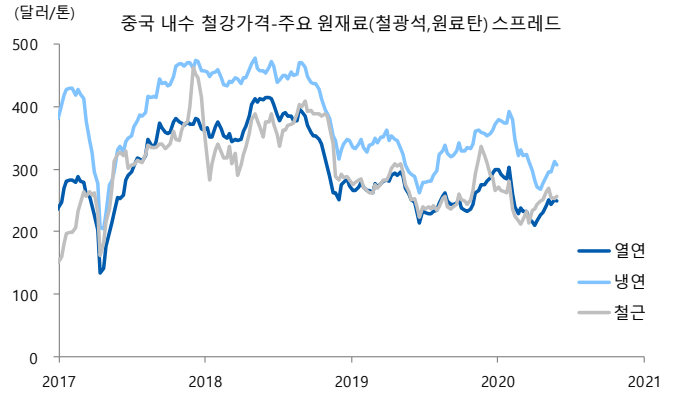
자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



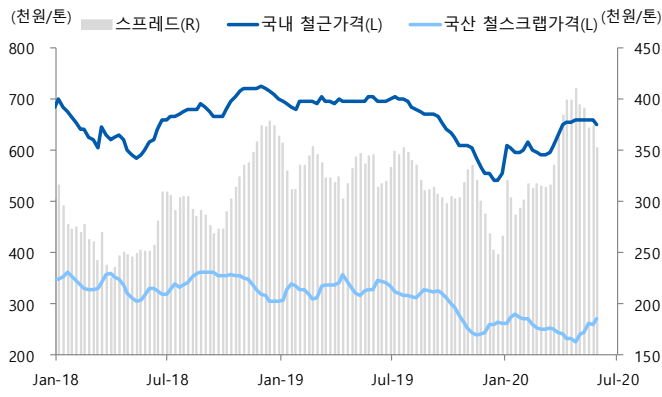
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



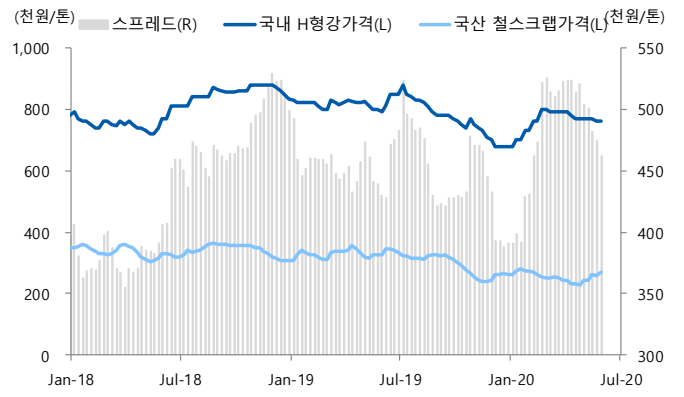
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-3] 국내 철근 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

[그림-4] 국내 H형강 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	207,804	205,126	183,218	194,043	198,333
매출원가	187,083	191,152	173,156	177,129	180,483
매출총이익	20,721	13,974	10,062	16,914	17,850
판매비	10,460	10,661	10,023	10,573	10,806
영업이익	10,261	3,313	38	6,342	7,044
EBITDA	26,168	18,791	16,227	22,326	23,572
영업외손익	-4,563	-2,796	-2,952	-2,541	-2,373
외환관련손익	-625	-332	-851	20	20
이자손익	-3,135	-3,023	-3,161	-3,521	-3,352
관계기업관련손익	178	76	81	0	0
기타	-980	483	979	960	960
법인세비용차감전순손익	5,698	517	-2,914	3,801	4,671
법인세비용	1,619	260	-717	950	1,168
계속사업순손익	4,080	256	-2,197	2,850	3,503
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,080	256	-2,197	2,850	3,503
지배지분순이익	3,987	171	-2,188	2,848	3,501
포괄순이익	877	3,100	-16,091	-11,043	-10,391
지배지분포괄이익	796	3,008	-15,821	-10,840	-10,200

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	15,753	6,264	11,011	14,945	18,424
당기순이익	4,080	256	-2,197	2,850	3,503
감가상각비	14,914	14,545	15,348	15,243	15,879
외환손익	210	221	708	-20	-20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-8,630	-9,038	-5,103	-5,455	-3,173
기타현금흐름	5,179	279	2,255	2,327	2,235
투자활동 현금흐름	-11,648	-11,629	-11,032	-11,996	-11,996
투자자산	-12	48	11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,980	-11,572	-11,409	-12,000	-12,000
유형자산 감소	443	-19	23	0	0
기타현금흐름	-99	-86	343	4	4
재무활동 현금흐름	-4,185	6,907	8,792	9,004	-6,996
단기차입금	1,171	-2,386	10,091	10,000	0
사채 및 장기차입금	-4,363	10,287	-305	0	-6,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-994	-994	-994	-996	-996
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-5	-5	-8,409	-14,224	1,279
현금의 증감	-85	1,537	363	-2,271	711
기초 현금	7,707	7,621	9,158	9,521	7,250
기말 현금	7,621	9,158	9,521	7,250	7,961
NOPLAT	10,261	3,313	38	6,342	7,044
FCF	2,644	-3,489	-295	3,285	6,639

자료: 유안타증권

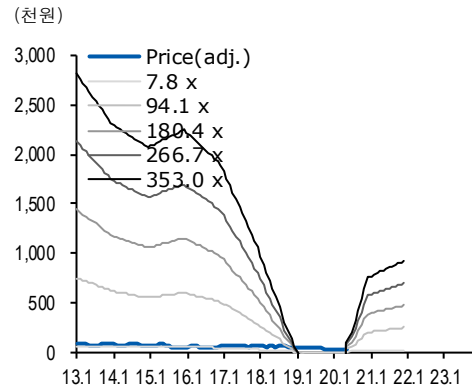
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	87,690	95,787	94,399	95,145	97,670
현금및현금성자산	7,621	9,158	9,521	7,250	7,961
매출채권 및 기타채권	26,773	27,736	28,389	29,580	30,187
재고자산	49,195	54,156	52,740	54,566	55,773
비유동자산	245,359	247,876	238,162	234,178	229,649
유형자산	207,846	205,633	200,373	197,130	193,251
관계기업 등 지분관련 자산	1,255	1,242	1,234	1,234	1,234
기타투자자산	15,025	18,451	14,517	14,517	14,517
자산총계	333,049	343,663	332,562	329,323	327,320
유동부채	67,025	64,203	71,705	82,108	83,590
매입채무 및 기타채무	34,285	33,529	29,454	29,857	31,339
단기차입금	9,862	7,272	17,416	27,416	27,416
유동성장기부채	20,657	21,282	22,261	22,261	22,261
비유동부채	95,793	107,122	105,898	105,898	99,898
장기차입금	40,801	48,966	47,514	47,514	41,514
사채	41,538	44,058	45,404	45,404	45,404
부채총계	162,818	171,326	177,604	188,006	183,489
지배지분	166,960	168,984	151,913	138,541	141,055
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	39,145	39,145	39,145	39,145	39,145
이익잉여금	115,606	114,883	111,711	112,232	114,747
비지배지분	3,271	3,354	3,045	2,776	2,776
자본총계	170,231	172,337	154,958	141,317	143,831
순차입금	103,163	110,574	122,209	134,479	127,768
총차입금	113,696	122,880	134,206	144,206	138,206

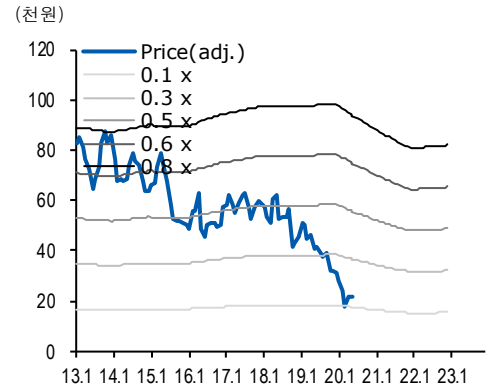
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,988	128	-1,639	2,135	2,623
BPS	127,188	128,729	115,483	105,317	107,229
EBITDAPS	19,609	14,081	12,160	16,730	17,664
SPS	155,722	153,715	137,298	145,410	148,625
DPS	750	750	750	750	750
PER	17.6	320.0	-13.5	10.4	8.4
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.8	9.0	9.5	7.5	6.8
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	8.4	-1.3	-10.7	5.9	2.2
영업이익 증가율 (%)	-25.0	-67.7	-98.8	16,452.6	11.1
지배순이익 증가율 (%)	-44.3	-95.7	격전	혹전	22.9
매출총이익률 (%)	10.0	6.8	5.5	8.7	9.0
영업이익률 (%)	4.9	1.6	0.0	3.3	3.6
지배순이익률 (%)	1.9	0.1	-1.2	1.5	1.8
EBITDA 마진 (%)	12.6	9.2	8.9	11.5	11.9
ROIC	2.8	0.6	0.0	1.8	2.0
ROA	1.2	0.1	-0.6	0.9	1.1
ROE	2.4	0.1	-1.4	2.0	2.5
부채비율 (%)	95.6	99.4	114.6	133.0	127.6
순차입금/자기자본 (%)	61.8	65.4	80.4	97.1	90.6
영업이익/금융비용 (배)	3.1	1.0	0.0	1.7	2.0

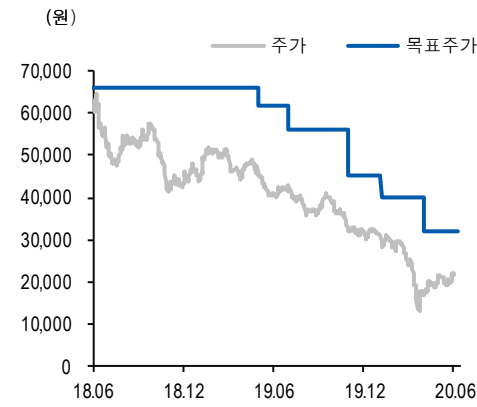
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-06-03	BUY	32,000	1년		
2020-04-01	BUY	32,000	1년		
2020-01-06	BUY	40,000	1년	-37.33	-23.00
2019-10-30	BUY	45,000	1년	-29.32	-26.78
2019-07-02	BUY	56,000	1년	-32.11	-25.45
2019-05-02	BUY	62,000	1년	-32.34	-26.05
2019-01-29	1년 경과 이후		1년	-27.14	-22.27
2018-01-29	BUY	66,000	1년	-22.63	4.09

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-31

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.